

宏观策略

海外市场周观察（20250714~20250720）

2025 年 7 月 21 日

宏观策略/定期报告

山证宏观策略团队

分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

投资要点：

➤ 美国：6 月 CPI 数据开始反应出关税影响

（1）央行动态

6 月 CPI 数据开始显现关税影响，但整体表现相对温和，市场对于美联储的政策路径预期基本保持不变，截至 7 月 21 日，根据 CME FedWatch 工具，市场预计美联储 7 月、10 月将维持利率水平不变，9 月、12 月各降息 25bp，与 7 月 15 日基本保持一致。

（2）重点数据

1) 宏观数据

7 月 12 日当周初请失业金人数延续回落至 22.1 万人，连续 5 周下行。6 月 CPI 数据开始反应出关税的影响，CPI 同比环比、核心 CPI 同比环比均较前值明显反弹。其中，CPI 同比增 2.67%（前值 2.38%），环比增 0.29%（前值 0.08%），核心同比增 2.91%（前值 2.77%），环比增 0.23%（前值 0.13%）。核心商品与服务同比环比均反弹，从主要分项表现看，房租价格同比延续下行，反弹力量主要来自二手车以及进口依赖度较高的产品（如家具和床上用品、家电、日用纺织品等）。

2) 市场表现

7 月 18 日当周，美股三大股指涨跌不一，道指微跌 0.07%，纳斯达克指数周涨 1.51%，标普 500 周涨 0.59%，大型科技股表现依旧强势，万得美国科技七巨头指数周涨 1.69%。美元指数延续上行，周涨 0.60%，黄金现货、布油均收跌，伦敦金现周跌 0.15%，布油周跌 1.98%，10Y 美债收益率进一步上行至 4.44%。

➤ 周观点：关税进一步加码的空间有限，对美国通胀的影响有限

自 4 月 3 日特朗普公布新的关税政策以来，市场对于“新的关税税率将再度推升美国通胀”已有预期，6 月 CPI 数据虽呈现出同比环比均反弹的状态，但对于市场资产价格与货币政策预期的影响有限，主要是“推升价格”预期验证，并未释放出更多的信息。我们认为，往后看进一步加码关税的概率十分有限，美国经济基本面不足以消化关税加码带来的负面冲击，而特朗普政府对于短期内出现经济衰退的接受度也不高。与此同时，我们从 CPI 分项数据中也看到，主要受国内因素驱动房租等关键分项表现相对弱势，由此，关税对美国通胀的影响大概率将在三季度呈现出“利空出尽”的表现。

➤ 风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期



目录

一、 美国.....	4
1、 货币政策路径.....	4
2、 重要经济数据.....	4
3、 市场表现.....	7
二、 非美国国家.....	7
1、 日本.....	7
2、 欧洲.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图 1: CME FedWatch 货币政策概率预期 (截止 7 月 21 日 8: 30)	4
图 2: 7 月 12 日当周初请失业金人数延续回落 (人)	4
图 3: 经济政策不确定性指数再度上升.....	4
图 4: 6 月 CPI 同比环比均上 (%)	5
图 5: 6 月核心商品同比环比增速均上行 (%)	5
图 6: 6 月核心服务同比环比均上行 (%)	5
图 7: 6 月 CPI 新车同比下行, 二手车同比上行 (%)	5
图 8: 美股、金银现货、原油、美元指数涨跌幅 (%)	7
图 9: 10Y 美债收益率 (%)	7
图 10: 日本 6 月 CPI 同比环比 (%)	7

图 11: 日本 5 月对美出口同比环比均大幅下行 (%)	7
图 12: 欧盟 5 月工业生产指数同比环比均回升 (%)	8
图 13: 欧元区 5 月出口同比回升, 进口同比下行 (%)	8
表格 1 CPI 主要分项 (%)	6

一、美国

1、货币政策路径

图 1：CME FedWatch 货币政策概率预期（截止 7 月 21 日 8：30）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
2025/9/17				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	58.0%	39.3%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	29.9%	48.8%	20.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.2%	43.7%	27.7%	5.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.8%	33.2%	35.6%	16.3%	2.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.5%	21.2%	34.2%	27.1%	10.3%	1.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	9.7%	24.7%	32.3%	22.6%	7.9%	1.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	6.5%	18.8%	29.3%	26.4%	13.7%	3.8%	0.4%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.4%	22.9%	28.2%	21.4%	9.8%	2.5%	0.3%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	15.6%	24.9%	25.7%	17.1%	7.1%	1.6%	0.2%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	7.4%	16.8%	25.0%	24.5%	15.8%	6.4%	1.5%	0.1%
2026/12/9	0.2%	1.4%	5.4%	13.3%	21.9%	24.7%	19.1%	9.9%	3.3%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

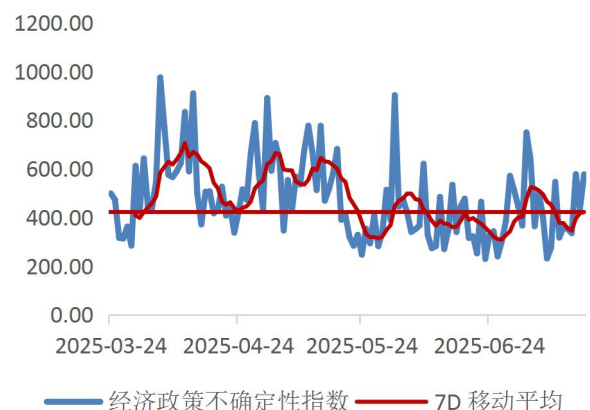
2、重要经济数据

图 2：7 月 12 日当周初请失业金人数延续回落（人）



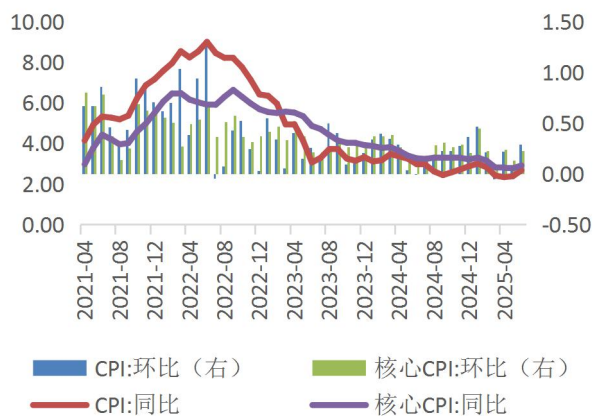
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：经济政策不确定性指数再度上升



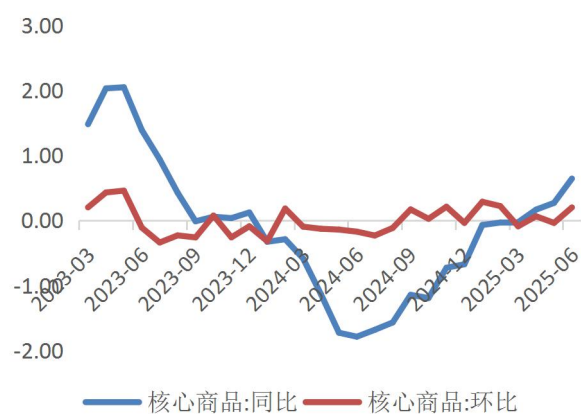
资料来源：Fred，山西证券研究所

图 4：6 月 CPI 同比环比均上（%）



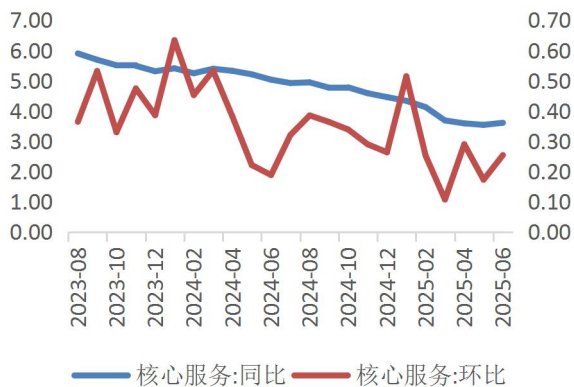
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：6 月核心商品同比环比增速均上行（%）



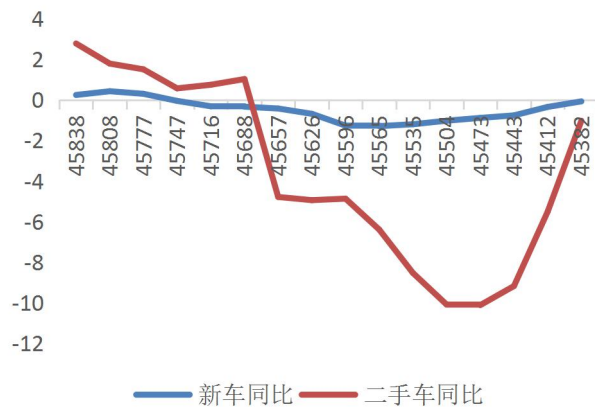
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：6 月核心服务同比环比均上行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：6 月 CPI 新车同比下行，二手车同比上行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表格 1 CPI 主要分项 (%)

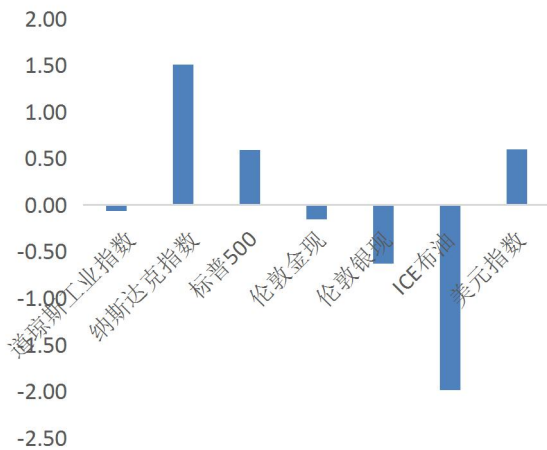
主要一级指标				主要二级指标				主要三级指标								
	同比		环比			同比		环比			同比		环比			
食品饮料	2.88		0.26		食品	2.99	↑	0.33	↑	家庭食品	2.41		↑	0.28		↑
					酒精饮料	1.40	↓	0.14	↑	非家用食品	3.83		↓	0.40		↑
										家用酒精饮料	(0.07)		↓	(0.16)		↑
										非家用酒精饮料	3.21		↑	0.44		↑
住宅	4.04		0.48		住房租金	3.79	↓	0.18	↓	主要居所租金	3.77		↓	0.23		↑
					燃料和公共事业	6.76	↑	0.75	↑	外宿	(2.44)		↓	(2.89)		↓
										业主等价租金	4.15		↓	0.30		↑
										家用能源	7.20		↑	0.87		↑
					家用家具和功能	3.26	↑	0.99	↑	水、下水道和垃圾回收服务	5.39		↑	0.40		↑
										家具和床上用品	1.31		↑	0.44		↑
										窗户、地板铺装和其他日用织品	5.24		↑	4.21		↑
										家用电器	0.84		↑	1.93		↑
										其他家用设备和家具	2.50		↑	1.75		↑
										工具、硬件、户外装备和用品	1.25		↑	0.17		↓
										客房用品	1.26		↑	0.82		↑
					家用产品	0.41		↑	1.07		↑					
交通运输	(0.07)		0.16		私人运输	0.27	↑	0.05	↑	新机动车和二手机动车	1.24		↑	(0.36)		↓
					公共交通	(2.66)	↑	0.37	↑	发动机燃料	(8.21)		↑	1.04		↑
										机动车部件和设备	2.33		↑	0.60		↓
										机动车维修保养	5.15		↑	0.23		↑
					机动车保险	6.13		↓	0.08		↓					
					机票	(3.47)		↑	(0.11)		↑					
其他城际交通	(1.76)		↓	(0.96)		↓										
医疗保健	2.77		0.47		医疗护理商品	0.18	↓	0.10	↓	-	-	-	-	-	-	
					医疗护理服务	3.36	↑	0.56	↑	专业服务	2.82		↑	0.51		↑
										医院和相关服务	4.23		↑	0.42		↑

资料来源：wind，山西证券研究所



3、市场表现

图 8：美股、金银现货、原油、美元指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：10Y 美债收益率（%）

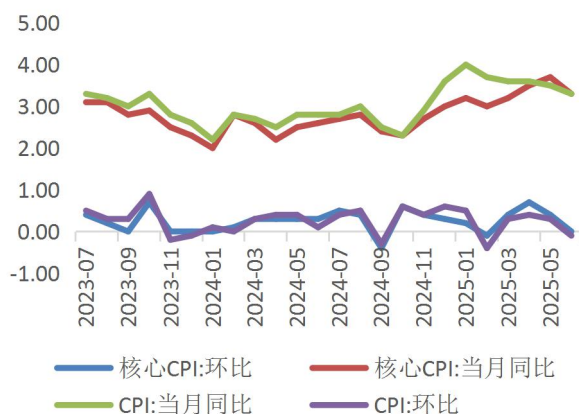


资料来源：wind，山西证券研究所

二、非美国国家

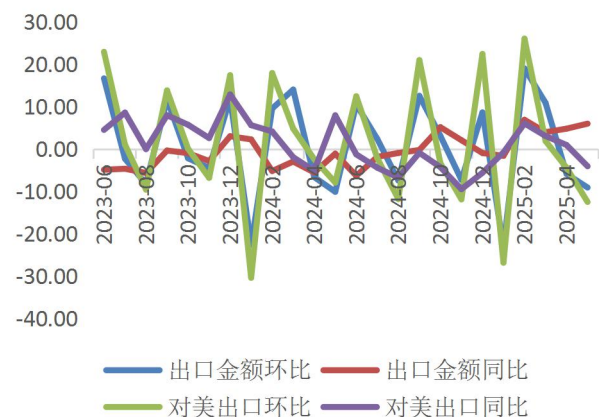
1、日本

图 10：日本 6 月 CPI 同比环比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

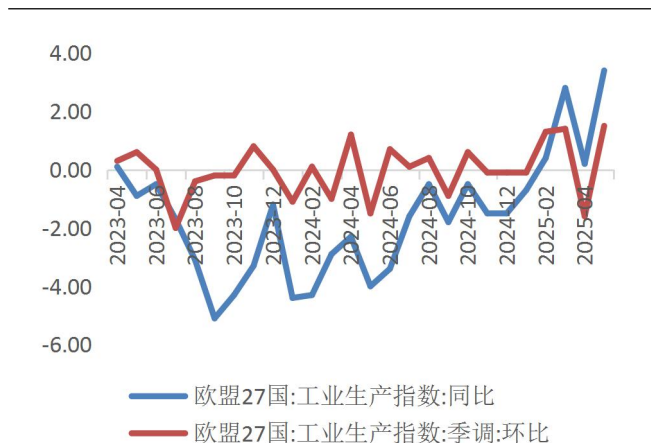
图 11：日本 5 月对美出口同比环比均大幅下行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

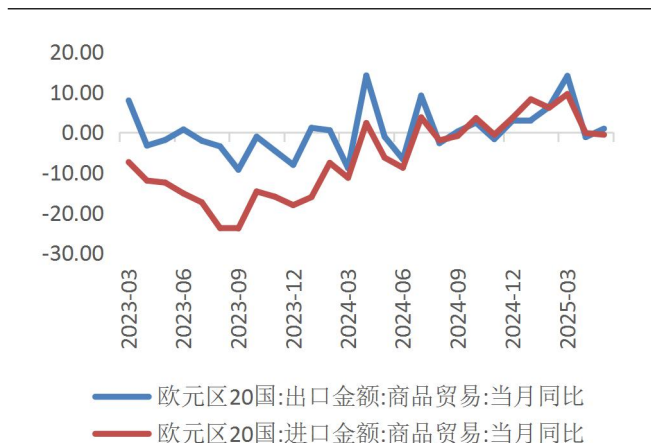
2、欧洲

图 12：欧盟 5 月工业生产指数同比环比均回升(%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：欧元区 5 月出口同比回升，进口同比下行 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层